

CPI 低于预期，降息交易进一步升温

——美国通胀系列二十

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 12 月 18 日晚美国劳工部公布 11 月通胀数字。其中：

同比：CPI+2.7%，预期+3.1%，前值+3.0%；核心 CPI+2.6%，预期+3.0%，前值+3.0%。

核心观点

■ 11 月 CPI 出现预期外的回落

本次美国 11 月 CPI 整体低于市场预期，通胀显示进一步降温迹象。数据显示，CPI 同比为 2.7%，略低于市场预期的 3.1%；核心 CPI 同比回落至 2.6%，同样弱于预期。从结构看，住房通胀明显降温，超级核心服务价格涨幅同步放缓，核心商品与服务环比走弱，通胀动能边际减弱。不过，由于联邦政府停摆导致 10 月数据缺失、采集周期被压缩，部分环比与分项指标存在技术性噪音，数据可靠性与可比性仍需审慎看待。

■ 关注美联储降息节奏

在宏观层面，通胀超预期回落明显缓解了美联储面临的政策约束，为未来货币政策向宽松方向调整提供了现实空间。在失业率上行、经济动能放缓的背景下，通胀不再构成主要掣肘，政策讨论重心更易转向稳增长与就业。市场对未来降息路径的定价随之上修，风险资产对通胀受控的信号反应积极。不过，这并不意味着通胀风险已经消失：工资增速仍具一定粘性，关税对商品价格的滞后传导可能尚未完全体现，而数据本身存在的失真问题，也限制了政策层对单月数据的依赖度。整体来看，本次通胀数据更多是为宽松预期打开了一道门，但能否形成持续的政策转向，仍取决于后续更干净的通胀与就业数据共同验证。

■ 风险

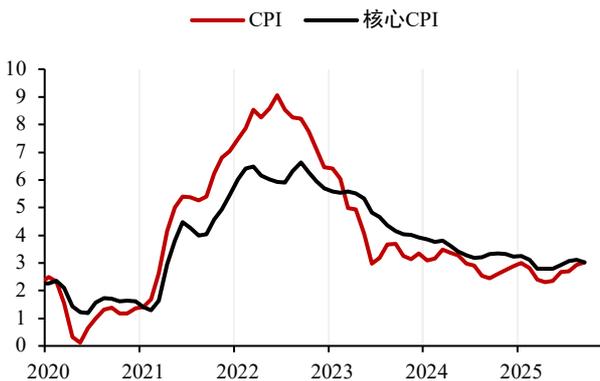
经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

CPI vs 核心 CPI

本从 11 月数据看，整体 CPI 与核心 CPI 同步低于预期，但二者所反映的通胀含义存在明显差异。CPI 同比回落至 2.7%，除需求放缓因素外，也受到能源价格阶段性波动和促销因素影响，短期扰动成分较多；相比之下，剔除食品和能源后的核心 CPI 同比降至 2.6%，更能反映通胀的中期趋势，显示此前最具粘性的服务通胀正在松动。从分项结构看，住房通胀明显降温，是核心 CPI 回落的关键来源。相较之下，商品价格虽有边际回升，但在核心 CPI 中的权重有限，尚不足以逆转整体通胀回落趋势。不过，由于政府停摆导致 10 月数据缺失，核心 CPI 的环比与分项计算存在技术性噪音，其显示出的通胀降温幅度仍需谨慎解读。

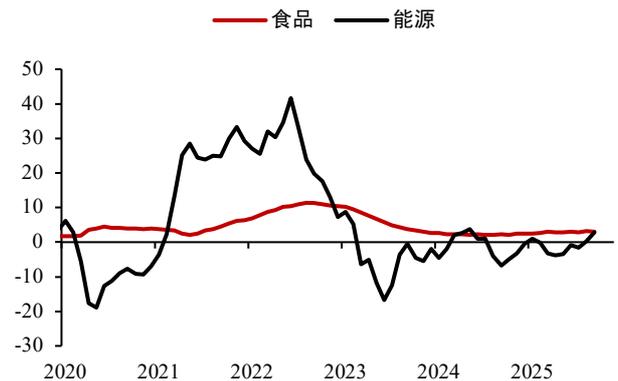
从政策含义看，核心 CPI 的明显回落比 CPI 本身更具参考价值，这也是其对市场和美联储预期影响更大的原因。CPI 易受能源、短期供需和政策扰动影响，而核心 CPI 的走弱意味着美国通胀的内生压力正在减轻。在就业边际走弱的背景下，核心通胀降温为美联储提供了更大的政策回旋空间，降低了继续维持高利率的必要性。不过，CPI 与核心 CPI 同时面临的数据质量问题，也决定了美联储难以仅凭本次读数快速转向全面宽松：一方面，工资通胀仍具粘性，可能继续通过服务价格传导至核心 CPI；另一方面，关税因素对 CPI 与核心 CPI 的影响可能尚未完全显现。整体而言，本次 CPI 与核心 CPI 的共振回落，更像是政策转向的必要条件而非充分条件。

图 1：CPI 和核心 CPI 同比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：CPI 的食品和能源分项 | 单位：%YoY



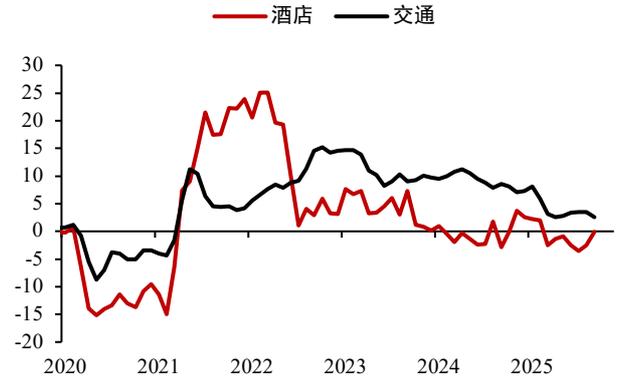
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：娱乐和教育通讯分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：酒店和交通分项 | 单位：%YoY



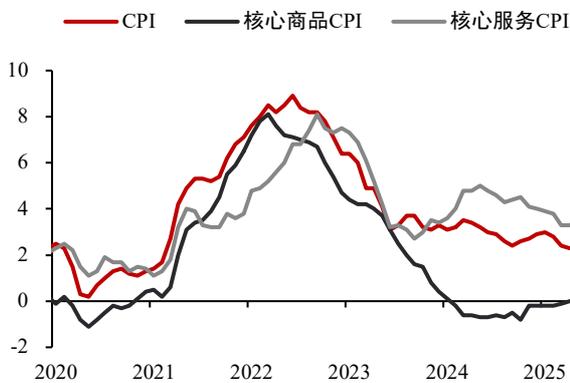
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品型通胀 vs 服务型通胀

从本次CPI结构看，商品型通胀整体仍处于低位徘徊状态。剔除食品和能源后的核心商品价格环比小幅走弱，反映在需求放缓背景下，耐用品与可选消费品的定价能力依旧有限。尽管关税因素正在逐步向终端价格传导，但企业此前积累的库存、利润吸收以及竞争压力，使得商品价格上行呈现慢传导的特征。目前商品在CPI中的权重不足两成，即便从通缩回到温和通胀，其对整体通胀的拉动效应仍相对有限。全球供应链恢复及消费动能减弱，商品型通胀更像是阶段性扰动，而非推动通胀再度抬头的核心变量，其对美联储政策形成的约束相对可控。

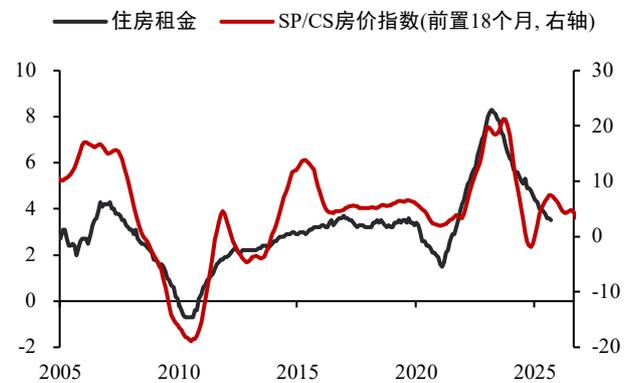
相比商品价格，服务型通胀的变化对本次数据更具决定意义。住房通胀同比涨幅已降至四年多以来最低水平，对核心CPI形成明显拖累。这意味着此前由租金、出行、休闲娱乐等推动的服务通胀高峰已过，通胀结构正从服务主导向更均衡状态回落。但需要警惕的是，服务通胀背后仍与工资增速高度相关，而工资本身具有更强的滞后性和粘性。在劳动力市场尚未明显转弱之前，服务通胀虽在下行通道中，但仍是美联储判断通胀是否真正可持续回归目标的关键观察指标。

图5：商品型CPI和服务型CPI | 单位：%YoY



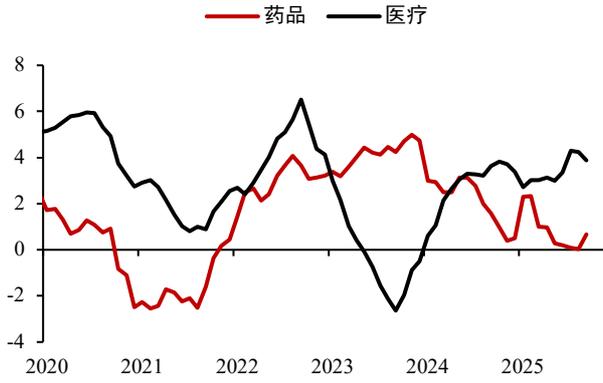
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图6：房价领先于房租上涨 | 单位：%YoY



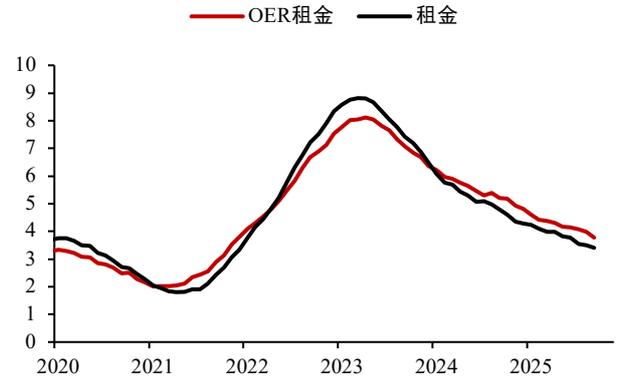
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7：药品和医疗分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：两种不同的租金分项 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com